



Maneres de generar valor econòmic a través de l'assignació de capital

5 de novembre de 2019



El factor més important per a determinar el retorn potencial d'una nova idea d'inversió és la generació de valor per a l'accionista a llarg termini. Per això, en Caixa d'Enginyers Gestió prestem especial atenció a les diferents maneres en què una companyia empra el capital restant una vegada que totes les despeses i costos ordinaris i inherents al negoci han estat coberts. Aquest procés es denomina assignació de capital.

Una gestió eficient del capital empleat aportarà un creixement rendible que incrementarà el valor de la companyia en el mitjà i llarg termini, mentre que per contra, una mala assignació de capital és capaç de destruir models de negoci reeixits. Existeixen quatre maneres d'assignar capital: despesa de capital, màrqueting i recerca i desenvolupament, fusions i adquisicions i dividends i recompra d'accions.



Despesa de capital

Les despeses de capital són fons utilitzats per a mantenir o incrementar i millorar els diferents actius físics tals com plantes industrials, equips, maquinària, etc. En el primer dels casos, en les despeses de capital en manteniment, la companyia assigna una partida destinada a mantenir els aspectes operatius del model de negoci -per exemple, substituint una màquina avariada per una altra-. No obstant això, per a incrementar el valor de la companyia aquesta té l'opció de destinar capital a nous projectes o inversions. La despesa de capital en creixement és especialment rellevant lloc que, si s'executa correctament, incrementa el creixement orgànic de la companyia.

En el cas de Corticeira Amorim, companyia present en diversos vehicles d'inversió de Caixa d'Enginyers Gestió, la partida de despesa de capital es va incrementar més d'un 25% durant l'últim any. Això és pel fet que la seva capacitat de producció prèvia se situava en nivells màxims, impeding a la companyia créixer, per la qual cosa van ampliar el nombre de plantes productives. Un altre exemple és el cas d'Inditex. En 1975 la companyia gallega comptava amb una sola botiga, l'any 2000 ja comptava amb més de 1.000, 10 anys més tard va sobrepassar les 5.000 i actualment compta amb més de 7.400 punts de venda. En tots dos casos, la despesa en capital de creixement va incrementar el valor intrínsec de la companyia.

Màrqueting i Recerca i desenvolupament

La publicitat crea un avantatge competitiu i una barrera d'entrada que permet la contínua generació de valor al llarg dels cicles. En Caixa d'Enginyers Gestió ens centrem en observar si la companyia és capaç d'invertir reeixidament en la seva pròpia marca posat que d'aquesta manera s'està invertint en la consciència dels consumidors per a així diferenciar el seu producte i/o servei de la competència. Ser una marca coneguda no és diferencial lloc que també és necessari crear afinitat i llaços emocionals amb el client. En el cas d'Adidas, la seva capacitat d'inversió en la marca -només igualada per Nike-, li permet posicionar-se per davant de la competència gràcies a que compta amb més recursos per a publicitar-se i per a patrocinar als millors esportistes, equips i esdeveniments esportius.

Una inversió en I + D reeixida crea un circulo virtuós de creixement, rendibilitat i barreres d'entrada. D'una banda, innovar via llançament de nous productes permet impulsar el creixement del negoci. D'altra banda, la despesa en recerca i desenvolupament indueix a poder oferir versions millorades dels productes existents, la qual cosa sol traduir-se en un poder de fixació de preus i/o en una major rendibilitat per producte. Finalment, una major



capacitat de despesa en I + D permet poder posicionar-se per davant de la competència *ad eternum*, així com protegir el model de negoci per mitjà de patents. En aquest sentit, Roche compta amb un pulmó financer que li permet destinar una quantitat de capital en recerca i desenvolupament pràcticament única en el món. D'aquesta manera, la farmacèutica suïssa és capaç de llançar una quantitat de nous productes superior als de la competència que, a més, estan protegits per mitjà de patents.

Fusions i Adquisicions

El creixement inorgànic -és a dir, el creixement a través de fusions i adquisicions- pot ser una altra manera d'assignar capital de manera eficient en el llarg termini. En sentit, s'ha de diferenciar entre les adquisicions petites i constants i les adquisicions o fusions úniques i rellevants. En el primer dels casos, existeixen sectors fragmentats en els quals existeixen molts jugadors poc rellevants. Una política de consolidació en la qual cap adquisició és transformacional per a la companyia genera valor per a l'accionista a causa de les economies d'escala, a la xarxa de distribució i a les barreres d'entrada. Eurofins, la major companyia de laboratoris de testeig, ha dut a terme una política de creixement de petites compres en una indústria operada per competidors locals que li ha permès oferir millors productes i serveis, preus inferiors i una capacitat per a operar amb clients globals que cap competidor pot oferir.

D'altra banda, les operacions corporatives transformacionals solen ser un factor de risc pel fet que històricament han destruït valor en un percentatge elevat si bé poden ser adequades en casos concrets. En aquest sentit, la fusió entre Essilor i Luxottica ha creat la major companyia en el sector òptic del món. Essilor, líder mundial de lents per a ulleres, i Luxottica, major productor de muntures d'ulleres i líder quant a punts de venda especialitzats, han unit les seves forces en una fusió vertical que permet aportar valor per al client al llarg de tota la cadena de producció.

Dividends i recompra d'accions

En el cas que la companyia compti amb un capital restant, o flux lliure de caixa, que no pugui reinvertir amb la seguretat que generarà valor a una taxa de retorn atractiva, ha de repartir-ho entre els seus accionistes en forma de recompra d'accions o de dividend. En el primer dels casos, és important que els gestors actuïn diligentment en la recompra d'accions només quan el preu d'aquestes sigui inferior al seu valor intrínsec i no viceversa. D'altra banda, un dels principals beneficis de la recompra d'accions és que posposa el pagament d'impostos a l'accionista pels rendiments del capital.



A més, la recompra d'accions és arbitrària pel que no existeix un compromís tàcit -com sí que sol ocórrer amb els dividends- de retornar capital a l'accionista any rere any.

Pel que respecta a la política de dividends, existeixen companyies que han estat capaces d'incrementar de manera ininterrompuda el seu dividend durant més de 25 anys, són els coneguts Aristòcrates del dividend. Algunes d'aquestes companyies formen part dels fons de Caixa d'Enginyers Gestió: S & P Global, Total o Prudential.

Mesures de retorn i exemples

Finalment, cal preguntar-se com és possible cerciorar que l'assignació d'actius està generant valor per a l'accionista. Existeix el risc que un equip directiu poc o mal alineat amb els interessos de l'accionista emprengui aventures corporatives que tan sols aportaran creixement sense afegir valor econòmic a la companyia i que, per tant, dilapidin el seu capital. Per això, en Caixa d'Enginyers Gestió atorguem molta importància a l'evolució de les mesures de retorn de cada companyia; és a dir, analitzem quant benefici genera l'empresa per cada euro que aquesta ha invertit. D'aquesta manera, podem determinar amb certesa que eficient és l'assignació de capital.

Existeixen diversos ràtios que mesuren l'assignació de capital tals com el Retorn sobre els actius (ROA), el Retorn sobre el patrimoni net (ROE), el Retorn sobre el capital invertit (ROIC) o el Retorn sobre el capital empleat (FREC). En definitiva, tractem de comprovar que els diferents usos que la companyia està assignant al capital ofereixin un retorn per cada euro invertit superior al cost d'oportunitat entès com a alternatives d'inversió que nosaltres tenim com a inversors. Com ja hem comentat, en cas que no existeixin alternatives viables i raonables, preferim que reparteixin el capital sobrant en forma de dividends o recompra d'accions.

Un dels paradigmes en termes de retorn és Novo Nordisk, present en diversos fons de Caixa d'Enginyers Gestió. Es tracta del principal productor d'insulina del món. És ben sabut que la diabetis afecta a centenars de milions de persones i que la tendència és creixent pel fet que els hàbits alimentaris i l'estil de vida han propiciat que l'obesitat creixi a tot el món. En aquest entorn, la innovació constant i les economies d'escala de la companyia danesa li han atorgat uns avantatges competitius que es traslladen en uns retorns sobre el capital invertit superiors al 70%. És a dir, per cada euro que Novo Nordisk inverteix en maquinària, I + D o plantes industrials farmacèutiques, obté un retorn del 70%; una xifra molt difícil d'aconseguir per a la immensa majoria de companyies en el món.



En el costat contrari de la balança, existeixen companyies amb un retorn sobre el capital inferior al cost d'aquest; és a dir, que per cada dia que operen estan destruint valor per a l'accionista. Amb el pas del temps, aquestes companyies tendeixen a endeutar-se per a poder continuar amb la seva activitat operativa fins al punt en què sol ser necessària una ampliació de capital per a repagar el deute o fan fallida posat que els seus models de negoci són deficients. En Caixa d'Enginyers Gestió tractem de detectar aquelles empreses que puguin estar exposades al major risc que una inversió pugui tenir: la destrucció permanent de valor per a l'accionista.

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor deu ser conscient que els valors i instruments financers a què es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIO, S.A.U. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CREDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni àdhuc citant les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.